

Prêts syndiqués en DTS : Une comparaison entre deux facilités bancaires

Syndicated Loans in SDR: A Comparison of two Facilities

François Leroux

Volume 15, numéro 3, 1984

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/701698ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/701698ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Institut québécois des hautes études internationales

ISSN

0014-2123 (imprimé)

1703-7891 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Leroux, F. (1984). Prêts syndiqués en DTS : Une comparaison entre deux facilités bancaires. *Études internationales*, 15(3), 493–507.
<https://doi.org/10.7202/701698ar>

Résumé de l'article

Five of the most important currencies compose the SDR, the currency cocktail which is at the base of the International Monetary System. Violent swings on the foreign exchange markets and greatest uncertainty of interest rates plead for a more frequent use of currency cocktails international operators. Both the Ecu and the SDR should have been more present in international finance.

This article presents and analyses two international transactions in which the SDR was selected as unit of account: the first one is a syndicated loan to the Kingdom of Sweden and the second one a syndicated loan to the Republic of the Ivory Coast. A comparison of the two credits is presented and their differences are exposed. The author concludes that the SDR could be, in practice, very different from a private transaction to the next.

Additional clauses are required when a currency cocktail is selected for a euro-credit : the definition of the SDR, the definition of the dollar-value of the SDR, the difficulty of the calculation of the interest rates, the problems of foreign exchange quotations make additional clauses necessary. As a consequence, the documentation of a SDR credit is more complex than in the case of a classic US dollar facility.

PRÊTS SYNDIQUÉS EN D.T.S.: UNE COMPARAISON DE DEUX FACILITÉS BANCAIRES

François LEROUX*

ABSTRACT — *Syndicated Loans in SDR: A Comparison of two Facilities*

Five of the most important currencies compose the SDR, the currency cocktail which is at the base of the International Monetary System. Violent swings on the foreign exchange markets and greatest uncertainty of interest rates plead for a more frequent use of currency cocktails international operators. Both the Ecu and the SDR should have been more present in international finance.

This article presents and analyses two international transactions in which the SDR was selected as unit of account: the first one is a syndicated loan to the Kingdom of Sweden and the second one a syndicated loan to the Republic of the Ivory Coast. A comparison of the two credits is presented and their differences are exposed. The author concludes that the SDR could be, in practice, very different from a private transaction to the next.

Additional clauses are required when a currency cocktail is selected for a euro-credit: the definition of the SDR, the definition of the dollar-value of the SDR, the difficulty of the calculation of the interest rates, the problems of foreign exchange quotations make additional clauses necessary. As a consequence, the documentation of a SDR credit is more complex than in the case of a classic US dollar facility.

En dix ans de 1973 à 1982 le volume annuel des euro-crédits bancaires internationaux est passé de 20 milliards à plus de 140 milliards de dollars. Le véhicule essentiel pour ces prêts a été le dollar U.S.. L'OCDE¹ estimait que sur la période 1978-1981, 93,9% des prêts ont été conclus en dollars U.S., la livre sterling avec 1.7% et le deutsche mark avec 1.5% viennent loin derrière. Les unités monétaires composites (Ecu et DTS) ne représentent que 0.3% des facilités accordées durant la même période. Leur part du marché se compare à celle du Yen et du Franc français.

* Professeur à l'École des Hautes Études Commerciales, Montréal.

L'auteur aimerait remercier M. Steph A. Silard, Assistant General Counsel, au F.M.I. pour ses conseils et commentaires.

1. OCDE: « Financial Market Trends ».

Revue Études internationales, volume XV, n° 3, septembre 1984

Étant donné les avantages inhérents au concept de panier monétaire comme réducteur du risque de change², et étant donné l'extraordinaire volatilité qu'a connu le marché des changes depuis l'instauration du système généralisé des changes flottants en 1973, cette très faible utilisation des unités monétaires composites peut surprendre.

En particulier avec l'adoption en 1981 d'une formule simplifiée du D.T.S. par le Fonds Monétaire International, où le panier original de 16 monnaies était remplacé par un panier plus simple composé des 5 monnaies les plus importantes, on aurait pu s'attendre à ce qu'il soit plus fréquemment utilisé comme unité de support pour des prêts syndiqués.

L'étroitesse du marché, une certaine réticence des milieux bancaires et également des difficultés accrues de documentation sont les causes habituellement évoquées pour expliquer le manque d'enthousiasme manifesté actuellement à l'égard du D.T.S. pour ce genre d'opérations. Il s'agit cependant d'un véhicule important, ne serait-ce qu'à cause du rôle majeur que joue le D.T.S. officiel dans le Système Monétaire International et les quelques expériences de prêts syndiqués en D.T.S. méritent une attention particulière.

Les institutions financières qui ont tenu le rôle de chef de file lors de l'octroi de ces facilités ont dû faire preuve d'innovation et d'imagination. L'utilisation du D.T.S. a entraîné l'introduction de clauses spécifiques pour tenir compte de la nature exceptionnelle de la monnaie de support. Il s'ensuit qu'on ne peut pas dire qu'il y ait actuellement un modèle standard de prêt en D.T.S.

Le but poursuivi ici est double: on voudrait, en prenant appui sur deux facilités en D.T.S. accordées en 1981, montrer tout d'abord que si ces deux facilités sont cataloguées dans la même rubrique de prêts syndiqués, elles sont en fait de nature très différente et ensuite montrer comment l'utilisation du D.T.S. entraîne l'inclusion de clauses spécifiques dans un accord de prêts en D.T.S..

I – DEUX FACILITÉS EN D.T.S.

Les deux facilités en D.T.S. sous forme d'euro-crédits syndiqués que l'on étudie ici ont été accordées par des groupes bancaires durant le premier semestre de 1981. Il s'agit d'un prêt au Royaume de Suède et d'un prêt à la République de la Côte d'Ivoire. Le chef de file dans le premier cas était la *Morgan Guaranty Trust* et dans le deuxième cas la *Chase Manhattan Bank*.

2. M. HUYBRECHTS et R. DICALOGERO, « Unités de compte: elles visent à servir tant les emprunteurs que les créditeurs », dans *Bulletin du FMI*, vol. 6, no. 21, novembre 1977; R.T. AUBEY et R.H. CRAMER, « The Use of International Currency Cocktails in the Reduction of Exchange Rate Risk », in *Journal of Economics and Business*, vol. 29, no. 2, Winter 1977; M. ALBOUY et F. LEROUX, *Les paniers monétaires optimaux et réduction du risque de change*, Montréal, École des Hautes Études Commerciales, CETAI, 1982 (Les cahiers du CETAI no. 80-07); G. M. VON FURSTENBERG (éd.), *International Money and Credit. The Policy Roles*, FMI, Washington, D.C., 1983.

A — Les emprunteurs et le marché

Les deux prêts sont des prêts faits à des gouvernements et rentrent donc dans la catégorie des risques souverains. Cependant les deux emprunteurs n'étaient pas perçus de la même façon par le marché en 1981.

Le Royaume de Suède était un emprunteur régulier et bien établi. Dans la classification d'Euromoney³ publiée en février 1981, la Suède avait le 5^{ème} rang pour l'année 1980 (comparativement au 4^{ème} rang pour 1979). On savait que la Suède devait venir sur le marché et l'on parlait d'un prêt « jumbo » de l'ordre de 1 milliard de dollars. Il s'agissait donc d'une somme considérable, mais il est vrai que le marché, par le passé, avait déjà accordé des facilités plus importantes à des emprunteurs de moindre qualité. Par ailleurs, le volume des prêts était en pleine période d'expansion et la méfiance qui se manifesterait en 1982 pour les prêts aux gouvernements ou aux pays scandinaves ne se faisait pas encore voir.

La Côte d'Ivoire se trouvait dans une situation différente. Ayant connu au début des années '70 une croissance exceptionnelle, ce pays avait fini la décennie avec des problèmes de balance des paiements largement dus à l'effondrement du prix de ses principaux produits d'exportation : le café et le cacao. Cependant, il s'agissait d'un des meilleurs risques africains, même si la classification par Euromoney ne lui donnait que le 53^{ème} rang en 1980 (par rapport au 67^{ème} rang en 1979). Le montant recherché par la Côte d'Ivoire (on parlait de plus de 200 millions de dollars) était un montant imposant pour ce pays⁴.

B — Pourquoi utiliser le D.T.S.

Il y avait plusieurs facteurs qui militaient en faveur de l'utilisation du D.T.S. dans le cas du prêt à la Suède. Tout d'abord la taille même du prêt incitait l'emprunteur et les banques ayant obtenu le mandat de monter le prêt, à essayer d'emprunter simultanément sur deux marchés. En 1981, le marché était en pleine expansion, mais parce que les marges (spreads) allaient être assez faibles, 1.2 milliard de dollars aurait peut-être été beaucoup pour le marché à ce moment précis.

Deuxièmement, la Suède ayant une bonne partie de sa dette en dollars U.S. voyait dans cette possibilité un moyen de diversifier ses engagements et donc de

3. Il s'agit de la classification annuelle des pays ("Country Risk League Table") basée sur les performances de l'année précédente. Cette classification se fait sur la base d'un indice. Même si cet indice a été critiqué parce qu'il accorde trop d'importance à la marge et sans doute pas assez aux commissions, il reste que cet indice est un bon reflet de la perception du risque par le marché.

4. Début '81, la Côte d'Ivoire avait obtenu d'un groupe des banques françaises, avec la B.N.P. comme chef de file, un prêt de 33 millions de dollars avec un spread de 1½ pour 12 ans. Par ailleurs, le marché savait que le prêt accordé à Sodesucre (agence gouvernementale de la Côte d'Ivoire) obtenu en 1977 était un prêt ayant engendré des difficultés.

diminuer son risque de change⁵. Il faut rappeler ici que depuis octobre 1977 la Couronne suédoise est officiellement définie par rapport à un panier de 15 monnaies. Les pays scandinaves en général et leurs institutions financières⁶ avaient été parmi les utilisateurs les plus avertis du concept de paniers monétaires. Cette familiarité faciliterait par ailleurs la syndication vers les banques de ces pays.

Troisièmement, la Suède était intéressée à l'utilisation du D.T.S. parce que le taux d'intérêt sur le panier était plus bas que sur le dollar. Au début de 1981, sur la base des taux Libor à six mois, la différence des taux était d'environ 350 points (17¼% pour le dollar contre 13¼% pour le D.T.S.).

Enfin on se souviendra qu'au début de 1981 le dollar U.S. était dans une phase de faiblesse prolongée sur le marché des changes et l'intérêt pour le D.T.S. (comme pour l'Ecu d'ailleurs) est toujours d'autant plus manifeste que le dollar est faible. Ce facteur n'est pas à négliger pour expliquer le succès de la syndication à cette époque.

L'argument de la taille du prêt et la volonté de diversifier ses sources de fonds peuvent être également retenus dans le cas de la Côte d'Ivoire. Il faut ajouter aussi que la structure du commerce de la Côte d'Ivoire l'amène à faire des transactions en d'autres monnaies que le dollar et il s'agit là d'une incitation supplémentaire à la diversification⁷.

C — Les conditions des deux facilités

Si l'on regarde les « tombstones » des deux facilités, on verra qu'elles ont en commun d'avoir deux tranches, l'une en dollar et l'autre en D.T.S. Notre attention se porte surtout sur les deuxième tranches, mais la négociation et la syndication des tranches s'étant passées simultanément il est bon de répertorier les conditions qui ont été obtenues par les emprunteurs. On se concentrera ici sur trois éléments: la maturité, la période de grâce et les marges.

5. Les calculs que l'on a pu faire par ailleurs montrent que la Suède peut diminuer de façon substantielle son risque de change avec les paniers monétaires existants. Cf. ALBOUY-LEROUX, *op. cit.* et F. LEROUX, *Are Present Currency Cocktail Formula of Benefit to Canadian Users*, École des Hautes Études Commerciales, les cahiers du CETAI no 82-09.

6. Plusieurs banques scandinaves accordaient à leurs clients des facilités sous forme de panier monétaire. Le panier le plus connu dans cette catégorie est celui de la Svenka Handelsbanken composé des six monnaies les plus importantes dans le cocktail officiel de la Couronne suédoise.

7. P., MONTAGNON, "Ivory Coast Opts for SDR Credit", *The Financial Times*, 30 mars 1981.

ROYAUME DE SUÈDE

	Tranche A	Tranche B
Montant	800 millions de \$	500 millions de D.T.S.
Maturité	10 ans	5 ans
Période de grâce	5 ans	5 ans
Spreads	$\frac{3}{8}$ les 5 premières années $\frac{1}{2}$ les 5 années suivantes	$\frac{3}{8}$ les 3 premières années $\frac{1}{2}$ les 2 années suivantes

RÉPUBLIQUE DE LA CÔTE D'IVOIRE

	Tranche A	Tranche B
Montant	225 millions de \$	50 millions de \$ équivalent D.T.S.
Maturité	8 ans	8 ans
Période de grâce	3 ans	5 ans
Spreads	$1\frac{3}{4}$ les 3 premières années $1\frac{1}{2}$ les 5 années suivantes	$1\frac{1}{2}$ pour les 8 ans

La différence de spreads entre les deux facilités reflète bien la perception du marché à l'égard des deux emprunteurs; il est intéressant de noter que ce spread est pratiquement le même sur la tranche dollar et sur la tranche D.T.S.

Le point important à noter est que la maturité de la tranche D.T.S. pour la Suède est particulièrement courte, et donc intéressante pour les banques. Au premier trimestre 1981, la maturité moyenne des prêts accordés était de 8 ans⁸. À l'inverse, on peut noter que pour la Côte d'Ivoire si la maturité est juste égale à la maturité moyenne, la période de grâce est très longue. Une banque prenant une participation dans chacune des deux facilités en D.T.S. se trouvait donc dans la situation suivante: 5 ans après la signature, la Suède aurait remboursé l'ensemble de son prêt alors que la Côte d'Ivoire n'aurait pas encore commencé à effectuer ses remboursements.

D — La syndication

La syndication de la facilité accordée à la Suède, malgré sa taille, fut relativement rapide et aisée. Lorsque commença à circuler la rumeur que la Suède allait venir sur le marché avec un prêt en D.T.S., les chiffres avancés étaient de l'ordre de 200 à 250 millions de D.T.S. La réponse du marché permit en fait d'atteindre 500 millions de D.T.S. Le nombre de banques participantes est imposant

8. OCDE: "Financial Market Trends", pour la même période, le spread moyen sur un prêt de 50 millions de dollars était de 0.73%.

(cf. Tombstone). Ce succès incita les banques ayant obtenu le mandat de la République de la Côte d'Ivoire à répéter la même opération⁹.

Or la tranche D.T.S. du prêt à la Côte d'Ivoire fut beaucoup plus difficile à placer. Au point de départ on avait envisagé une facilité de 150 millions de dollars et un montant équivalent à 100 millions de dollars en D.T.S. En fait la tranche en dollars fut portée à 200 millions puis finalement à 225 millions tandis que la tranche en D.T.S. fut ramenée à un montant équivalent à 50 millions de dollars. La syndication de cette tranche apparut dès le départ très difficile et en définitive les fonds correspondant à la tranche D.T.S. ont été accordés par seulement six banques, dont cinq appartiennent au groupe des "lead-managers" et la sixième est "co-manager". À bien des égards, la portion D.T.S. de ce prêt syndiqué a des allures de club-deal.

E — Comment expliquer le succès de la syndication du prêt à la Suède et l'échec de celle de la facilité à la Côte d'Ivoire ?

On pourrait penser que la qualité des deux emprunteurs a fait la différence. Ce n'est sans doute pas le cas puisque la tranche dollar du prêt à la Côte d'Ivoire a été bien accueillie et que cette tranche a pu être augmentée, montrant que les termes du prêt reflétaient adéquatement la situation du marché et la perception des prêteurs à l'égard de la Côte d'Ivoire. On peut cependant penser que la combinaison d'un pays ne jouissant pas d'une des meilleures cotes, et d'un instrument très nouveau représentait une incertitude et un risque trop élevés.

Comme on va le voir dans la section ci-après, les deux facilités en D.T.S. n'étaient pas réellement identiques. Est-ce à dire que les clauses incluses dans le cas de la Suède correspondaient mieux aux pratiques traditionnelles des banques et aux attentes du marché ? Sans doute le fait que la valeur dollar du D.T.S. dans le cas de la Côte d'Ivoire ait été basée sur la valeur officielle du D.T.S., publiée par le FMI plutôt que la valeur calculée d'après les cotations du marché, a pu rebuter certains. Comme on le dira l'écart des valeurs ne pouvait pourtant n'être que minime.

On ne peut invoquer non plus des différences de qualité entre les deux groupes bancaires ayant obtenu le mandat de chacun des pays. Il s'agit dans l'un et l'autre cas de noms fort connus, souvent présents comme chefs de file; de plus certaines banques appartenaient aux deux groupes.

Plus vraisemblablement il faut invoquer ici l'importance du « timing » et l'étroitesse du marché des D.T.S. Les promoteurs du prêt à la Suède avaient, début 1981, entrevu la possibilité d'ouvrir le marché du D.T.S. Et le résultat de la syndication montre qu'ils avaient vu juste. Mais cette « fenêtre » était plus étroite

9. Le prêt à la Suède précéda de quelques semaines celui accordé à la Côte d'Ivoire. On peut constater que les dates apparaissant sur les tombstones sont respectivement avril 1981 et 18 mai 1981. Cependant le succès de la syndication du prêt suédois était connu alors qu'on s'efforçait de réunir le groupe de banques devant accorder la seconde facilité.

qu'on ne l'avait imaginé et le marché, en une seule syndication, a absorbé tout ce qu'il était capable d'absorber (n'oublions pas qu'il s'agissait de 500 millions de D.T.S., soit à l'époque l'équivalent de 618 millions de dollars us). Les effets d'entraînement sur lesquels avaient compté le groupe de banques préparant le prêt à la Côte d'Ivoire ne se sont pas manifestés. Au contraire, le succès de la Suède et le fait que l'on ait pu augmenter la facilité jusqu'à 500 millions de D.T.S. ont desservi les promoteurs de l'opération avec la Côte d'Ivoire.

La quasi-simultanéité des deux opérations ne pouvait qu'entraîner une comparaison; la longueur du prêt (8 ans au lieu de 5) et la très longue période de grâce (qui était l'une des priorités de l'emprunteur) ont certainement été dans cette perspective des facteurs très défavorables aux efforts de syndication de la facilité accordée à la Côte d'Ivoire.

II – COMPARAISON ET CLAUSES SPÉCIFIQUES AUX PRÊTS EN D.T.S.

En nous concentrant exclusivement sur les tranches en D.T.S. de ces deux facilités, nous voudrions maintenant montrer comment sous des apparences semblables (prêts en D.T.S.) elles différaient sensiblement et comment l'utilisation d'une unité monétaire composite entraîne la nécessité d'ajouter des clauses spécifiques aux conventions traditionnelles des prêts en euro-dollars.

A – Unités de compte, monnaies de tirage et monnaies de remboursement

À ce chapitre les deux prêts sont vraiment de nature différente. La facilité maximale pour la Suède est déterminée en D.T.S., alors que pour la Côte d'Ivoire la facilité maximale est fixée en dollars; tant et si bien que le D.T.S. dans ce dernier cas n'est vraiment qu'une unité de compte. Notons également que comme aucune banque internationale n'a de comptabilité en D.T.S., le niveau maximal d'engagement de chacun des participants au prêt à la Suède n'était pas déterminé au moment de la signature et dépendait de l'évolution du D.T.S. par rapport au dollar.

Dans le cas de la Côte d'Ivoire, tous les tirages, paiements d'intérêt et remboursements devaient se faire exclusivement en dollars. Dans le cas de la Suède, il était envisagé que le dollar serait normalement l'unité monétaire utilisée pour les opérations. Néanmoins les banques participantes n'excluaient pas des transferts en d'autres monnaies pour autant que l'on utilise leurs taux de change respectifs par rapport à la valeur-dollar du D.T.S.. Enfin, une clause additionnelle prévoyait que si durant la période de vie de prêt un véritable marché du D.T.S. se créait, on pourrait avoir recours à ce marché pour effectuer paiements ou remboursements.

B — La définition du D.T.S. et la valeur-dollar du D.T.S.

Dans les deux prêts le D.T.S. est défini comme le panier monétaire officiel à savoir:

$$1\text{DTS} = 0.54\text{US\$} + 0.46\text{DM} + 0.071\text{£} + 0.74\text{FF} + 34\text{YEN}$$

Cependant une très grande attention dans les deux prêts est accordée à l'équivalent en dollar US de ce D.T.S. (la valeur-dollar du D.T.S.), car le dollar devait être normalement le véhicule des tirages et paiements. Or les valeurs-dollars du D.T.S. ne sont pas identiques dans les deux facilités.

Dans le cas du Royaume de Suède la valeur-dollar du D.T.S. est établie par la banque remplissant le rôle d'agent (en fait la *Morgan Guaranty Trust*) sur la base des cotations du marché fournis par un certain nombre de banques retenues comme banques de référence — D.T.S. Dans le cas du prêt à la Côte d'Ivoire, on ne fait pas appel à des banques de référence mais on prend la valeur officielle du D.T.S. publiée chaque jour par le FMI.

À partir de cette valeur de base deux définitions de la valeur-dollar du D.T.S. sont retenues suivant qu'il s'agit d'un tirage ou d'un remboursement (ou paiement d'intérêt):

- 1) *en cas de tirage*: la valeur-dollar du D.T.S. est la valeur d'achat du D.T.S. (contre le dollar) pour le prêt à la Suède. C'est la valeur officielle du FMI *moins* 0.0005 pour le prêt à la Côte d'Ivoire;
- 2) *en cas de paiement d'intérêt (ou remboursement)*: dans le cas de la Suède, la valeur-dollar du D.T.S. est le prix de vente du D.T.S. (contre dollar), et c'est la valeur officielle du FMI *plus* 0.0005 pour la Côte d'Ivoire.

La différence entre les deux valeurs-dollars pour les tirages et les paiements, dans le cas de la Suède, reflète l'écart traditionnel entre le prix d'offre et de demande sur un marché des changes. Le fait de prendre le prix le plus élevé pour les remboursements et le plus bas pour les tirages correspond à la pratique traditionnelle. Dans le cas de la Côte d'Ivoire il a fallu artificiellement recréer cet écart entre un prix d'offre et un prix de demande puisque la valeur publiée par le FMI est une valeur unique. L'écart de 1/1000 entre les deux prix artificiels est plus large que la marge habituelle sur le marché des changes.

En fait les valeurs-dollars du D.T.S. retenues pour chacun des prêts ne peuvent différer beaucoup puisque la valeur officielle du D.T.S. publiée par le FMI est basée sur les taux de change du marché pris à Londres à midi. Cette valeur (qui est unique) est obtenue à partir de la valeur centrale (prix d'achat + prix de vente/2) des taux de change pour les monnaies composantes.

On a fait remarquer cependant que la méthode retenue dans le cas de la Suède était peut-être préférable dans la mesure où tous les participants au prêt peuvent être instantanément informés des fluctuations des changes et peuvent donc se couvrir et ce d'autant plus que le repérage des taux de change se fait à Londres entre 10 et 11 heures au moment où le marché des changes est le plus actif¹⁰.

10. L., DEWRAGG. "Documentations of the Commercial Special Drawing Right", *International Financial Law Review*, March 1983.

C — Le Calcul du taux d'intérêt

À ce chapitre aussi les deux prêts ne sont pas semblables. Le volume des transactions en D.T.S. sur le marché des changes et sur le marché monétaire est très faible en comparaison de celui des principales monnaies. Les promoteurs du prêt à la Suède pensaient qu'on ne pouvait donc utiliser la même technique de calcul du taux d'intérêt que pour les prêts traditionnels en dollar, basé sur le Libor à Londres ou même sur le taux préférentiel (prime rate) à New York. Dans cette perspective, la *Morgan Guaranty Trust* a mis au point une formule de calcul d'intérêt originale. Elle est basée sur la constatation suivante: les taux d'intérêt à six mois sur les monnaies composant le D.T.S. ne sont pas identiques: dès lors cette différence de taux d'intérêt est reflétée par la valeur des monnaies composantes sur le marché à terme. Les cotations du marché à terme sont faciles à obtenir le jour où se fait le calcul du taux d'intérêt et c'est donc à partir de ces valeurs que sera calculé le taux d'intérêt.

La formule du taux d'intérêt est la suivante:

$$R = \left[\left[1.0 + \left(\frac{E.D.}{360} \div 100 \right) \right] \times \frac{S}{F} - 1.0 \right] \times \frac{360}{D}$$

avec E = le taux d'intérêt à six mois sur le dollar

S = valeur spot du D.T.S. (c'est la somme en dollar des composantes du D.T.S.)

F = valeur à terme du D.T.S. (c'est la somme en dollar des composantes du D.T.S. sur le marché à terme)

D = est le nombre de jours d'intérêt à payer.

Les valeurs-dollars du D.T.S., spot et à terme, sont celles correspondant à la définition vue précédemment dans le cas de paiement (ou de remboursement). Les cours des monnaies sont calculés à 11 heures sur le marché de Londres, deux jours ouvrables avant le commencement de la période d'intérêt. Ces calculs sont faits en utilisant cinq banques de référence.

Dans le cas du prêt à la Côte d'Ivoire, la *Chase Manhattan Bank* imagina un mode de calcul jugé beaucoup plus simple par les observateurs et se rapprochant du mécanisme utilisé pour le calcul traditionnel du Libor. Le jour du calcul d'intérêt, la banque remplissant le rôle d'agent, relève à 11 heures les taux d'intérêt (offerts) à six mois pour les cinq monnaies composantes. Ensuite, sur la base de la valeur-spot à midi des monnaies par rapport au dollar, on calcule les pondérations effectives des cinq monnaies dans le D.T.S. Le taux d'intérêt sur le D.T.S. à six mois est alors calculé comme étant la somme pondérée des taux d'intérêt sur chacune des monnaies. Le taux ainsi obtenu est arrondi au 1/16^{ème} le plus proche.

Ce calcul est fait en prenant les taux offerts par cinq banques sur la place de Londres. La valeur la plus élevée et la plus basse sont rejetées et le taux final est la moyenne des taux des trois valeurs centrales¹¹.

11. Cf. annexe.

Le taux d'intérêt pour une même période de six mois peut être différent selon que l'on utilise l'une ou l'autre formule. Cela tient à la façon d'arrondir les calculs mais aussi au fait qu'à un moment donné les taux de change à terme peuvent refléter non seulement le différentiel d'intérêt mais un certain degré d'anticipation sur l'évolution des taux de change.

D — Clauses relatives à l'absence de cotation du D.T.S.

Dans chacun des deux prêts il a fallu envisager ce qui se passerait en cas d'absence de cotation du D.T.S. Cette mesure de prudence n'est certes pas superflue car, après tout, plusieurs unités monétaires composites apparues dans les années '70 n'ont pas survécu¹².

Trois situations sont envisagées: absence de cotations en cas de tirage, en cas de calcul des intérêts et en cas de remboursement.

1) *En cas de tirage*

Dans le cas du prêt à la Suède, s'il n'est pas possible d'obtenir une cotation en D.T.S., les banques prêteuses s'engagent à faire le prêt de la tranche en dollar sur la base de la dernière valeur calculée. Cependant si à la date suivante d'intérêt on peut obtenir une cotation en D.T.S., la tranche en dollar est remboursée par anticipation et remplacée par la tranche en D.T.S. qui n'avait pas été fournie. Dans le cas de la Côte d'Ivoire, le tirage de la tranche D.T.S. devient tout simplement impossible.

2) *En cas de calcul des intérêts*

Si au moment du calcul des intérêts (au début d'une période d'intérêt) les cotations du D.T.S. ne peuvent être obtenues dans les deux prêts considérés ici, les tranches déjà tirées sont remboursées par anticipation et remplacées par des tranches en dollar.

3) *En cas de remboursement*

Ici aussi une clause identique dans les deux prêts a été introduite: si l'on ne peut avoir de cotation en cas de remboursement, l'emprunteur devra s'acquitter en chacune des monnaies composant le D.T.S.

E — Clauses relatives à un changement de composition du D.T.S.

Lorsqu'en 1981 ces deux facilités ont été préparées, le D.T.S. officiel venait de changer de définition et de passer d'un panier de 16 monnaies à un panier de 5 monnaies. En fait cette nouvelle définition était la troisième retenue par le FMI

12. Que l'on pense ici à l'Eurco, l'UME, la B-Unit, l'ARCU ou l'UFI. A., GEORGE, « L'utilisation d'unités de compte dans les émissions obligataires et les prêts à long terme », dans: *L'utilisation d'unités de compte dans les relations économiques et financières internationales*, Institut universitaire international du Luxembourg, (I.U.I.L.), 1978. Et F., LEROUX, « Les unités de compte internationales, les unités monétaires composites et leur utilisation sur le marché euro-obligataire », dans *Le Banquier et Revue IBC*, vol. 7, no 6, décembre 1980.

depuis l'utilisation par cette institution du concept de panier monétaire¹³. D'ailleurs le FMI a prévu de revoir périodiquement la composition du D.T.S. Il fallait donc introduire dans la documentation des prêts syndiqués des clauses prévoyant ce qui se passerait en cas de changements éventuels.

Dans les deux prêts qui nous intéressent ici il était prévu qu'advenant un changement de composition du D.T.S. le prêteur et les banques tenteraient de trouver un terrain d'entente pour tenir compte de la nouvelle composition du D.T.S.

Si les parties ne peuvent pas s'entendre, deux situations sont à envisager:

1) *en cas de tirage*

Dans ce cas pour la Suède le tirage sera fait en dollar US. Dans le cas de Côte d'Ivoire on se trouve dans un cas de non cotation et la tranche non tirée est annulée.

2) *dans les autres cas*

À la première date d'intérêt suivant la nouvelle définition du D.T.S., le prêt est remboursé par anticipation (en dollar ou en monnaies composantes) sur la base de la composition du D.T.S. au moment du tirage et les banques s'engagent à remplacer les tranches ainsi remboursées par des tranches en dollar. Cette clause était identique dans les deux facilités.

F — Protection contre une trop forte dépréciation du dollar

Le prêt à la Côte d'Ivoire étant un prêt d'un montant maximal de 50 millions de dollars en *équivalent DTS*, il pouvait entraîner des problèmes particuliers du fait des fluctuations sur le marché des changes. Imaginons que l'emprunteur ait tiré le montant maximal permis et que le dollar se déprécie de façon substantielle par rapport aux autres monnaies (et donc par rapport au D.T.S.), la facilité accordée à l'emprunteur (en D.T.S.) dépasse le maximum prévu (en dollar). Pour éviter cette situation une clause additionnelle a été introduite. Il était prévu en effet que si à un début de période d'intérêt la valeur-dollar du D.T.S. est supérieure ou égale à 110% de la valeur-dollar du D.T.S. à la date de l'emprunt, l'emprunteur devra rembourser par anticipation une partie du prêt de telle façon que les banques prêteuses n'aient pas dépassé le maximum de prêt prévu (c'est-à-dire 50 millions de dollars).

La marge de 10% peut *a priori* paraître relativement faible dans un marché des changes caractérisé depuis quelques années par une très forte volatilité. Mais comme le dollar rentrait dans la composition du D.T.S. pour environ 44%, au moment de la signature, il aurait fallu une dépréciation de plus de 22% du dollar par rapport aux autres monnaies dans le D.T.S. pour que cette clause soit appliquée. En

13. Ces changements de définition des paniers monétaires n'ont sans doute pas aidé à la diffusion de leur utilisation par les banques commerciales. La nécessité pour les banques de se protéger contre ces changements de valeur avait été clairement mise de l'avant dans un colloque sur l'utilisation privée des unités de compte en 1978 par C.J., OORT, « Capacité des banques de créer des instruments libellés en unités de compte autres que les obligations », dans: *L'utilisation d'unités de compte dans les relations économiques et financières internationales*, I.U.I.L., 1978.

fait comme depuis 1981 le dollar s'est au contraire très nettement apprécié par rapport aux autres monnaies, les banques n'ont pas eu besoin d'avoir recours à cette clause.

Que ce soit pour le calcul des taux d'intérêt, les définitions des valeurs-dollars du D.T.S. ou des clauses spécifiques, ces deux emprunts en D.T.S. ne sont pas semblables. Le prêt à la Suède apparaît comme un véritable prêt en D.T.S., même si les tirages et les paiements demandent l'emploi d'une monnaie-véhicule. Il s'inscrivait en fait dans une perspective de développement du rôle du D.T.S. Certes des clauses avaient dû être ajoutées pour tenir compte de l'éventualité de la disparition du D.T.S., mais parallèlement on avait envisagé des paiements directement en D.T.S. si un marché se développait durant le prêt. Dans le cas de la Côte d'Ivoire, le D.T.S. joue essentiellement le rôle d'unité de compte. On peut penser à bien des égards qu'il s'agissait essentiellement d'une facilité en dollar. Mais le taux d'intérêt était beaucoup plus intéressant pour l'emprunteur.

Il ne faut pas se surprendre que les deux prêts aient eu pour une même unité (le D.T.S.) de telles différences. Une certaine confusion régnait d'ailleurs quant à la définition du D.T.S. à utiliser principalement sur le marché des euro-obligations¹⁴. Pour tout nouvel instrument il faut que se développe une certaine pratique¹⁵ et après tout le nouveau D.T.S. venait juste d'être introduit.

CONCLUSION

Les prêts syndiqués en D.T.S. ont été bien peu nombreux et ce manque de succès peut *a priori* surprendre. Durant la fin de la décennie 70 et jusqu'au début de 1982, le marché a été un marché d'emprunteurs comme en témoignent l'écrasement continu des marges et une tendance à l'allongement des maturités. Les difficultés rencontrées par certains emprunteurs, pour le service de leur dette et pour effectuer leurs remboursements, est une nouveauté. On aurait donc pu s'attendre à ce que dans un contexte qui leur était favorable les emprunteurs s'efforcent de diversifier leurs monnaies de support pour leurs prêts. On aurait pu penser que la pression sur les banques par les emprunteurs internationaux, surtout les États et assimilés, aurait été particulièrement forte au moment où le dollar avait connu une période de sérieuses difficultés sur le marché des changes et était considéré par plusieurs observateurs comme sous-évalué. Or ce n'est pas ce qui s'est passé.

Ceci met en évidence une réalité fondamentale à la compréhension du marché des prêts syndiqués en euro-dollars; les banques ne sont que des intermédiaires financiers et la nature de leur activité est largement dictée par la disponibilité et le type de fonds auxquels elles ont accès. Le « funding » c'est un peu le côté caché de l'iceberg: ce qui est le plus voyant c'est le prêt syndiqué; ce qui le rend possible

14. S.J., CAROLL, "A Dollar is a Rose, is an SDR unless it's a C.D. or a Bond", *Euromoney*, August 1981.

15. G., DUFEY, et I.H., GIDDY, "The Evolution of Instruments and Techniques in International Financial Markets", Société universitaire européenne de recherches financières, (SUEF), Série no 35A, 1981.

c'est la possibilité pour les banques de trouver des fonds et cela est beaucoup moins apparent. Or les disponibilités en D.T.S. sont très faibles. Les débuts récents d'un marché de certificats de dépôt en D.T.S. à Londres sont encourageants, mais le volume de ce marché est marginal par rapport à celui du dollar.

Certes les banques ont toujours la possibilité de constituer des D.T.S. en s'approvisionnant sur chacun des marchés des monnaies constituantes. C'est d'ailleurs ce qu'elles ont fait et continuent de faire. Mais il s'agit là de difficultés supplémentaires ne serait-ce que parce que peu de banques tiennent de comptabilité directement en D.T.S..

Il est bien connu que le marché de l'euro-dollar a pu se développer de façon considérable grâce à l'efficacité du marché interbancaire. Or il n'existe pas à l'heure actuelle de marché interbancaire en D.T.S. L'absence de mécanisme de compensation en D.T.S. est actuellement l'une des causes majeures de son faible niveau d'utilisation à des fins privées. L'on est, à cet égard, dans une situation compliquée : on a tendance à dire qu'un marché actif d'intermédiation utilisant le D.T.S. ne peut se faire que s'il y a un marché interbancaire et que s'il y a des mécanismes de compensation ; or un tel marché et de tels mécanismes ne peuvent exister, disent les professionnels, que si le volume le justifie. Cela ressemble beaucoup à un cercle vicieux.

Il reste que les avantages du panier monétaire restent peu exploités. On peut par exemple facilement concevoir que les pays faisant actuellement face à de sérieux problèmes de restructuration de leur dette seraient dans une situation moins précaire si elle était exprimée en D.T.S. plutôt qu'en dollar. Et après tout, les facilités qu'ils peuvent obtenir auprès du FMI dans cette période difficile ont bien sûr des facilités en D.T.S. Aussi faudra-t-il un jour que le FMI prenne l'initiative de propositions conduisant à une utilisation plus large du D.T.S. privé.

ANNEXE

Exemples de calcul des taux d'intérêt dans chacune des deux facilités

On donne ici deux exemples de calcul du taux d'intérêt pour une période d'intérêt de six mois pour les deux facilités : ces calculs sont ceux fournis par les deux banques au moment où le prêt a été introduit sur le marché et n'ont pas été effectués le même jour : il y a donc des différences dans les taux d'intérêt, les valeurs-spots et les valeurs à terme de monnaies.

Exemple de calcul du taux d'intérêt pour le prêt au royaume de Suède

$$R = \left[\left[1.0 + \left(\frac{E.D.}{360} \div 100 \right) \right] \times \frac{S}{F} - 1.0 \right] \times \frac{360}{D}$$

E : intérêt en \$; D : nombre de jour ; S : valeur-dollar du D.T.S. spot ; F : valeur-dollar du D.T.S. à terme.

On calcule le taux d'intérêt sur une tranche de 10 millions de D.T.S. pour une période de six mois (182 jours). Le taux d'intérêt sur du dollar est de $17\frac{13}{16}$ (17.8125).

Composition du D.T.S.	Composition pour une tranche de 10M de DTS	Valeur-dollar des monnaies (spot)	Valeur-dollar de 10 Millions de D.T.S. Spot
0.54\$	5 400 000	1.00	5 400 000
0.46D.M.	4 600 000	2.0245	2 272 165.97
0.071£	710 000	2.4080	1 709 680.00
0.74F.F.	7 400 000	4.6845	1 579 677.66
34.0YEN	340 000 000	201.75	1 685 254.03
			<hr/> 12 646 777.66

Monnaies	Valeur-dollar des monnaies à terme	Valeur-dollar de 10 Millions de DTS à terme
\$	1.00	5 400 000.00
D.M.	1.9435	2 366 863.91
£	2.4570	1 744 470.00
F.F.	4.5645	1 621 207.14
YEN	193.55	1 756 652.03
		<hr/> 12 889 193.08

On reporte ces deux valeurs dans la formule:

$$R = \left[\left[1.0 + \left(\frac{17.8125 \times 182}{36000} \right) \right] \times \frac{12\,646\,777.66}{12\,889\,193.08} - 1.0 \right] \times \frac{360}{182}$$

$$R = .13752944 \simeq 13.7573\%$$

Exemple de calcul de taux d'intérêt pour le prêt à la République de la Côte d'Ivoire

Le calcul se fait en cinq étapes:

1° taux d'intérêt à 6 mois (11 heures à Londres)

\$	D.M.	£	F.F.	YEN
<hr/> 17 $\frac{13}{16}$	<hr/> 10 $\frac{1}{16}$	<hr/> 13	<hr/> 11 $\frac{7}{8}$	<hr/> 8 $\frac{3}{8}$

2° Calcul des pondérations

	<u>1DTS</u>	<u>Taux de change spot à midi</u>	<u>Valeur-dollar</u>	<u>Pondérations</u>
US\$	.54	1.0	.54000	43.64
D.M.	.46	2.1470	.21425	17.32
£	.071	2.3375	.16596	13.42
F.F.	.74	4.9490	.14953	12.09
YEN	34.00	203.200	.16732	13.53
			<u>1.23706</u>	<u>100.00</u>

3° Calcul du taux offert (somme pondérée)

	<u>Taux d'intérêt (A)</u>	<u>Pondération (B)</u>	<u>(A × B)</u>
US\$	17 $\frac{1}{16}$	.4364	7.446
D.M.	10 $\frac{1}{16}$	.1732	1.743
£	13	.1342	1.745
F.F.	11 $\frac{7}{8}$	.1209	1.436
YEN	8 $\frac{5}{8}$	.1353	1.167
			<u>13.537</u>

4° Taux effectif

Le taux de 12.537 est accordé au $\frac{1}{16}$ ^{ème} le plus proche (vers le haut) soit 13 $\frac{1}{16}$ (13.5625).